

作者：陈浩川 简奖平 顾沈蓉
邮箱：research@fecr.com.cn

年内第二次降准将落地，利率债收益率创年内新低 ——2021年11月利率债市场运行报告

摘要

货币市场方面，11月央行等量续作万亿MLF，公开市场操作共实现净回笼5700亿元。关键货币资金价格于11月中上旬围绕央行7天逆回购操作利率低波动震荡运行，并于月末走高；Shibor和同业存单利率则在11月保持稳定；1年期LPR继续保持在3.85%。此外，央行将于12月15日开启今年第二次降准，释放长期资金共计约1.2万亿元。本次降准仍为货币政策常规操作，释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的MLF，还有一部分被金融机构用于补充长期资金。

展望未来，货币政策仍将以稳为主，不搞大水漫灌，保持流动性合理充裕，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

利率债一级市场方面，11月份国债和政策性银行债的合计净融资保持上月水平，共实现净融资4073.4亿元。国债和政策性银行债发行利率均环比下行；11月地方债月内共发行6803.81亿元，并实现净融资5412.45亿元，与上月相比有所减少，其中，专项债新增发行继续维持高速，月内共新增发行6205.93亿元，占11月所有新增地方债券比重高达91.21%。

截至11月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券42500.9亿元，包括一般债券7707.64亿元和专项债券34793.26亿元。其中，一般债发行进度完成已下达限额的94%，专项债发行进度仅完成已下达限额的95.32%。部分地区今年的地方债发行已接近尾声。

利率债二级市场方面，11月份国债和国开债成交活跃度环比增加；国债和国开债到期收益率明显下行，10年期国债收益率于11月末一度触及2.82%，为2020年11月以来最低值；受国债收益率走势影响，地方政府债到期收益率均下行；中外国债利差保持稳定，11月末中美10年期国债利差为139.45BP，境外机构投资者净增持我国债券807.71亿元，增持力度较上月大幅增加。

综合来看，11月份利率债收益率明显下行，并创年内新低，其继续下行空间可能已经较为有限。但当前国内经济基本面或许尚不足以利率债收益率短期内大幅上行提供充分条件，未来短期内10年期国债收益率维持在2.9%左右区间低位震荡运行的可能性较大。后续可密切关注Omicron变异株传播后续情况、国内经济增速、物价后续走势、地产行业信用风险事件化解进程等重要变量。

相关研究报告：

- 1.《2021年10月利率债市场运行报告》，2021.11.15
- 2.《2021年10月信用债市场运行报告》，2021.11.15
- 3.《2021年9月利率债市场运行报告》，2021.10.15
- 4.《2021年9月信用债市场运行报告》，2021.10.15
- 5.《2021年8月利率债市场运行报告》，2021.9.15
- 6.《2021年8月信用债市场运行报告》，2021.9.15
- 7.《2021年7月利率债市场运行报告》，2021.8.13
- 8.《2021年7月信用债市场运行报告》，2021.8.13

Author: Chen Haochuan, Jian Jiangping,
Gu Shenrong
E-mail: research@fecr.com.cn

The second RRR cut in 2021 is coming, yields of government bonds hit a new low during the year

——November 2021 China's government bond market operation report

Summary

In China's money market, the central bank's Medium-term Lending Facility (MLF) injected 1 trillion yuan to fully hedge the expiration of the previous MLF in November. In the meantime, the central bank's open market operations (excluding Central Bank Bills Swap or CBS) achieved a net withdrawal of 570 billion yuan. Key policy rates fluctuated with low volatility around the central bank's 7-day reverse repurchase operation interest rate in mid-to-early November, and rise at the end of November. The interest rates of Shibor and interbank negotiable certificates of deposit remained stable in November. 1-year Loan Prime Rate (LPR) remained stable at 3.85%. The central bank will start the second RRR cut in 2021 on December 15th, which will release about 1.2 trillion yuan of long-term funds. This round of RRR cut is still a routine operation of monetary policy. Part of the released funds will be used by financial institutions to meet the MLF that expires, and part of the funds will be used by financial institutions to supplement long-term funds.

In the future, the main tone of monetary policy will continue to be stable and maintain reasonably adequate liquidity, which will create a suitable monetary and financial environment for high-quality development and supply-side structural reforms.

In the primary market of China's government bonds, the net financing of central government bonds (Treasury bonds) and policy bank bonds (quasi-sovereign bonds) was 407.34 billion yuan in November, which remains at the previous month's level. The coupon rates of newly issued central government bonds and policy bank bonds decreased on a month-on-month basis. The amount of local government bond issuances was 680.381 billion yuan in November, and the net financing was 541.245 billion yuan, which decreased slightly compared to last month. The pace of new Revenue Bond issuances continues to maintain high speed, and the total issuance was 620.593 billion yuan, which accounted for 91.21% of all newly issued local bonds in November.

As of the end of November, 4.25009 trillion yuan of new local government bonds have been issued in 2021, which include 770.764 billion yuan of General Bonds and 3.4793 trillion yuan of Revenue Bonds. The progress of General Bonds issuing reached 94%, while the progress of Revenue Bonds issuing only reached 95.32% of the quota. The issuance of local government bonds in 2021 in some regions is nearing completion.

In the secondary market of China's government bonds, the trading activity of central government bonds and policy bank bonds increased in November. The yields of central government bonds and policy bank bonds fell obviously. The yield of 10-years Treasury bonds once reached 2.82% at the end of November, which was the lowest level since November 2020. Affected by the trend of central government bond yields, the yields of local government bonds decreased. The spreads

between China's central government bonds and foreign countries' central government bonds remained stable. The spread of China-U.S. central government bonds of ten years was 139.45BP. Foreign institutional investors increased their holdings of China's bonds totaling 80.771 billion yuan in November, which was far more than that of the previous month.

Overall, the yields of government bonds fell obviously in November and hit a new low in 2021. The further downside space for the yields of government bonds may have been relatively limited. However, the current domestic fundamentals may not be strong enough to support the yields to rise sharply. The yields of government bonds are more likely to keep fluctuating around 2.9% in the short term. Several crucial variables are worthy of attention, such as the containment of the Omicron variant, the pace of domestic economic growth, the future trends in good prices, and the process of resolving credit risk events in the real estate industry.

目录

一、货币市场运行	2
(一) 央行等量续作万亿 MLF，公开市场操作实现净回笼 5700 亿元	2
(二) 关键货币资金价格于月末走高	3
(三) 央行将于 12 月开启年内第二次降准，货币政策仍然以稳为主	5
二、利率债市场运行	6
(一) 国债和政策性银行债净融资环比保持稳定，新增专项债额度已基本发行完毕	6
(二) 利率债到期收益率重回下行趋势，外资继续大幅增持中国国债	9
三、总结与展望	13

一、货币市场运行

(一) 央行等量续作万亿 MLF，公开市场操作实现净回笼 5700 亿元

2021年11月（下称“11月”），央行公开市场操作（不包含CBS）和MLF（含TMLF）共实现净回笼5700亿元。其中，逆回购投放量为1.53万亿元，逆回购到期2.03万亿元；有700亿元国库现金定存到期；MLF（含TMLF）投放1万亿元，MLF（含TMLF）回笼1万亿元（见表1）。

表1：公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（截至2021年11月30日，单位：亿元）

时间	货币净投放	国库现金定存	国库现金到期	正回购投放	正回购到期	逆回购投放	逆回购到期	MLF投放(含TMLF)	MLF到期(含TMLF)
2020年11月	4300	500	500	0	0	17500	17200	10000	6000
2020年12月	3200	0	500	0	0	8600	8400	9500	6000
2021年1月	-2165	0	0	0	0	10690	12450	5000	5405
2021年2月	-3040	0	0	0	0	8300	11340	2000	2000
2021年3月	-200	0	0	0	0	2300	2500	1000	1000
2021年4月	839	700	0	0	0	2200	2000	1500	1561
2021年5月	0	700	700	0	0	1600	1600	1000	1000
2021年6月	1000	700	700	0	0	3100	2100	2000	2000
2021年7月	-3600	700	700	0	0	2600	3200	1000	4000
2021年8月	1300	700	0	0	0	4200	2600	6000	7000
2021年9月	5900	700	700	0	0	11800	5900	6000	6000
2021年10月	1600	700	700	0	0	13900	12300	5000	5000
2021年11月	-5700	0	700	0	0	15300	20300	10000	10000

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，11月初前五个交易日，连续每日有2000亿元逆回购到期，央行持续进行缩量续作，单日操作规模逐步增大至1000亿元。截至11月5日，央行逆回购实现净回笼7800亿元。11月5日至11月底，央行逆回购操作在缩量续作和超量续作间持续切换，共实现逆回购净投放2800亿元。最终，央行于月内共实现逆回购净回笼5000亿元。

央行于11月15日对金融机构开展MLF操作1万亿元（期限为1年，利率为2.95%），并分别于11月16日和11月30日有8000亿元和2000亿元MLF到期，实现月内等量续作。今年12月，将有9500亿MLF到期。

此外，为提高商业银行永续债的市场流动性，支持商业银行发行永续债补充资本，央行在11月30日以固定费率数量招标方式开展了2021年第十一期央行票据互换（CBS）操作，期限3个月，费率0.1%，中标总量50亿元。

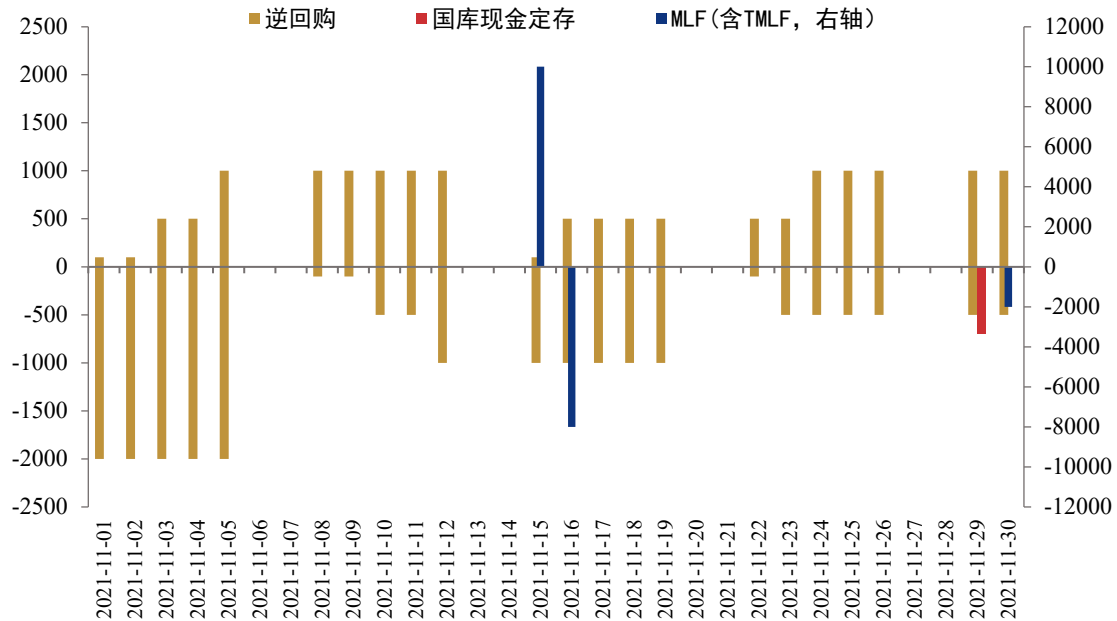


图 1：2021 年 11 月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（正值为投放，负值为回笼，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

11 月，为满足金融机构临时性流动性需求，央行对金融机构开展常备借贷便利操作共 6.86 亿元。其中，隔夜期 6.45 亿元，7 天期 0.41 亿元，隔夜、7 天、1 个月常备借贷便利利率分别为 3.05%、3.2%、3.55%，期末常备借贷便利余额为 0.33 亿元。常备借贷便利利率发挥了利率走廊上限的作用，有利于维护货币市场利率平稳运行。此外，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净归还抵押补充贷款 200 亿元，期末抵押补充贷款余额为 28178 亿元。

（二）关键货币资金价格于月末走高

11 月央行公开市场 7 天逆回购操作中标利率维持在 2.20%。

银行间市场 7 天回购利率（R007）和银行间存款类机构以利率债为质押的 7 天回购利率（DR007）在 11 月中旬总体围绕央行 7 天逆回购中标利率震荡运行，且波动较上月有所降低，并于 11 月末有所上行（见图 2）。具体来看，11 月下旬，R007 大幅跳升，截至 11 月 30 日，R007 为 2.8057%，与上月末相比大幅增长 38.08BP；DR007 则于 11 月下旬小幅走高，截至 11 月 30 日，DR007 为 2.395%，较上月末小幅上行 5.5BP。R007-DR007 价差于 11 月下旬大幅走阔，截至 11 月 30 日，价差达到 41.07BP，较上月末走阔 32.58BP。11 月 DR007 月均值为 2.1567%，低于央行 7 天逆回购操作利率 4.3BP。

以上针对关键货币资金价格的观察或反映了 11 月资金面总体稳中偏宽松的状态。但是，11 月末关键货币资金价格的走高，或表明资金面于 11 月末边际收紧。

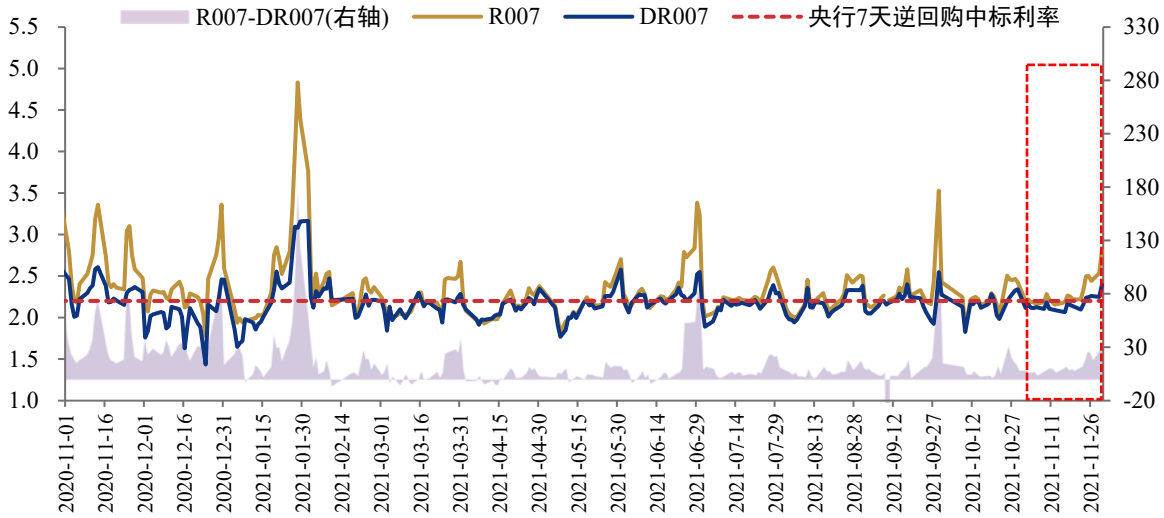


图 2: R007、DR007 利率及利差 (单位: %, BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

信贷市场方面, 11月22日, 全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率(LPR)与上月相比保持不变, 1年期LPR为3.85%。

11月, 不同期限Shibor利率基本保持稳定(见图3)。截至11月30日, 3个月期、6个月期和1年期Shibor利率分别较上月末小幅上行4.30BP、5.9BP和下行2.9BP, 总体变化不大。

11月同业存单到期收益率走势总体与Shibor利率类似, 总体平稳运行, 但呈小幅下降趋势(见图4)。其中, AAA级6个月期和1年期同业存单收益率与10月末相比分别下行6.08BP和7.57BP。

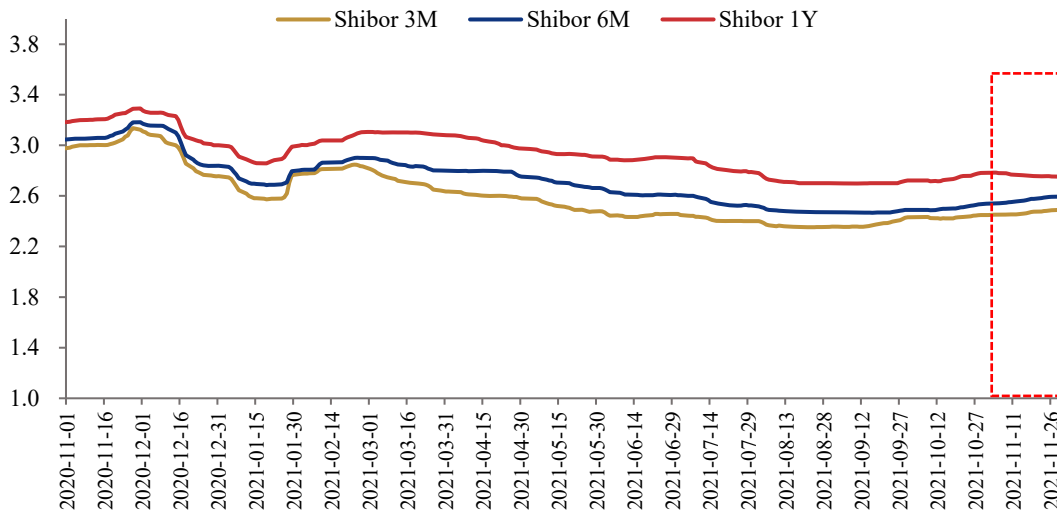


图 3: Shibor 利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

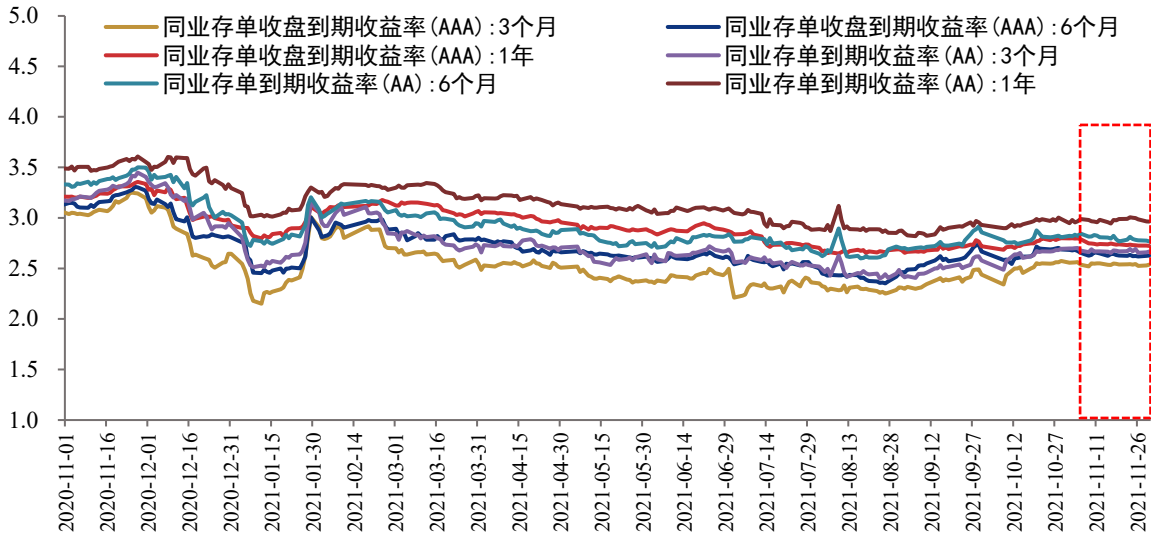


图4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从同业存单的发行与到期来看，11月份发行量为23837.10亿元，环比大幅增长7703.2亿元；净融资额为7317.50亿元（见图5），环比大幅增长2820.5亿元。未来3个月（12月-2月），每月分别有18532.10亿元、10659.00亿元和11511.50亿元到期。

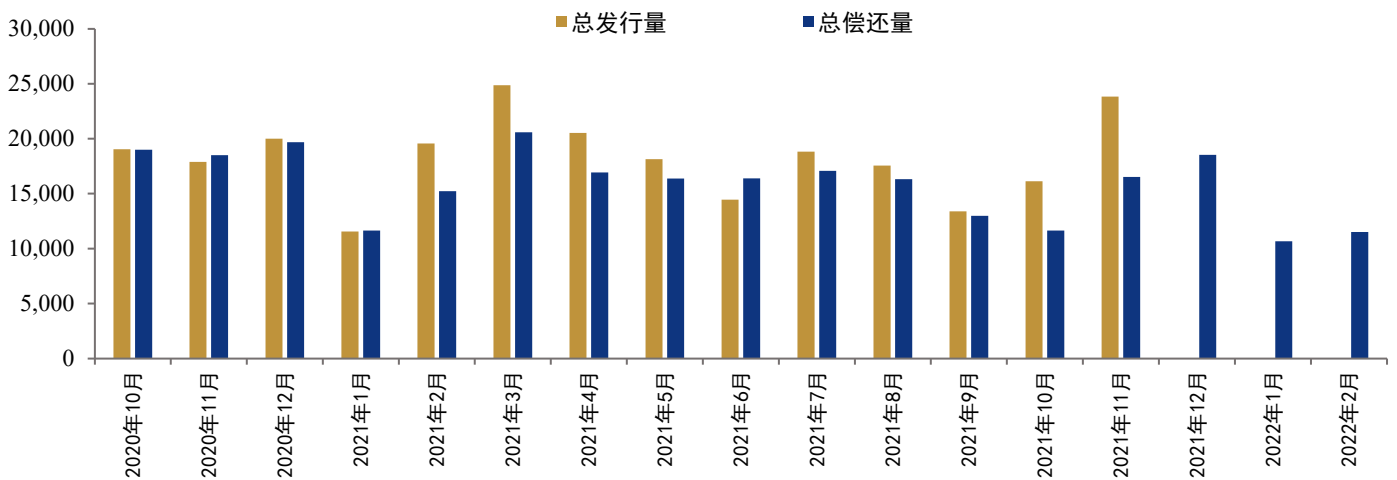


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2021年11月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）央行将于12月开启年内第二次降准，货币政策仍然以稳为主

11月8日，中国人民银行创设推出碳减排支持工具这一结构性货币政策工具，以稳步有序、精准直达方式，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。人民银行通过碳减排支持工具向金融机构提供低成本资金，引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。碳减排支持工具发放对象暂定为全国性金融机构，人民银行通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发

放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的60%提供资金支持，利率为1.75%。碳减排支持工具很有可能将成为央行宽信用的重要工具。

11月17日，国务院常务会议决定，在前期设立碳减排金融支持工具的基础上，再设立2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，形成政策规模，推动绿色低碳发展。此次设立的2000亿元专项再贷款，按照聚焦重点、更可操作的要求和市场化原则，专项支持煤炭安全高效绿色智能开采、煤炭清洁高效加工、煤电清洁高效利用、工业清洁燃烧和清洁供热、民用清洁采暖、煤炭资源综合利用和大力推进煤层气开发利用。

11月19日，中国人民银行发布《2021年第三季度中国货币政策执行报告》，对于下一阶段的政策思路，央行指出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以“我”为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，努力保持物价水平总体稳定。发挥好结构性货币政策工具作用。

12月5日，央行宣布，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，决定于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），释放长期资金共计约1.2万亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。同时，央行强调，将继续实施稳健的货币政策，坚持稳字当头，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，加强跨周期调节，统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持中小企业、绿色发展、科技创新，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

12月7日，央行货币政策司发布的再贷款、再贴现利率表显示，支农、支小再贷款当日起下调0.25个百分点。下调后，3个月、6个月、1年期再贷款利率分别为1.7%、1.9%、2%。此外，再贷款、再贴现利率表还显示，金融稳定再贷款利率为1.75%，再贴现利率为2%，与上期持平。这是总量支持基础上的结构性支持，体现对实体经济薄弱环节的加力支持。

12月8日-10日，中央经济工作会议在北京举行，会议指出，要继续实施积极的财政政策和货币政策。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。

综合来看，长期以来一直维持的稳健货币政策取向没有改变。12月的降准是货币政策常规操作，释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的MLF，还有一部分被金融机构用于补充长期资金，更好满足市场主体需求。展望未来，货币政策仍将以稳为主，不搞大水漫灌，保持流动性合理充裕，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

二、利率债市场运行

（一）国债和政策性银行债净融资环比保持稳定，新增专项债额度已基本发行完毕

1. 国债与政策性银行债净融资环比保持稳定，发行利率环比下行

2021年11月，国债和政策性银行债的合计发行量环比有所增长，共发行11224.8亿元；共实现净融资4073.4亿元，与上月基本持平（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行6997.6亿元和4227.2亿元，净融资额分别为2040.2亿元和2033.2亿元。

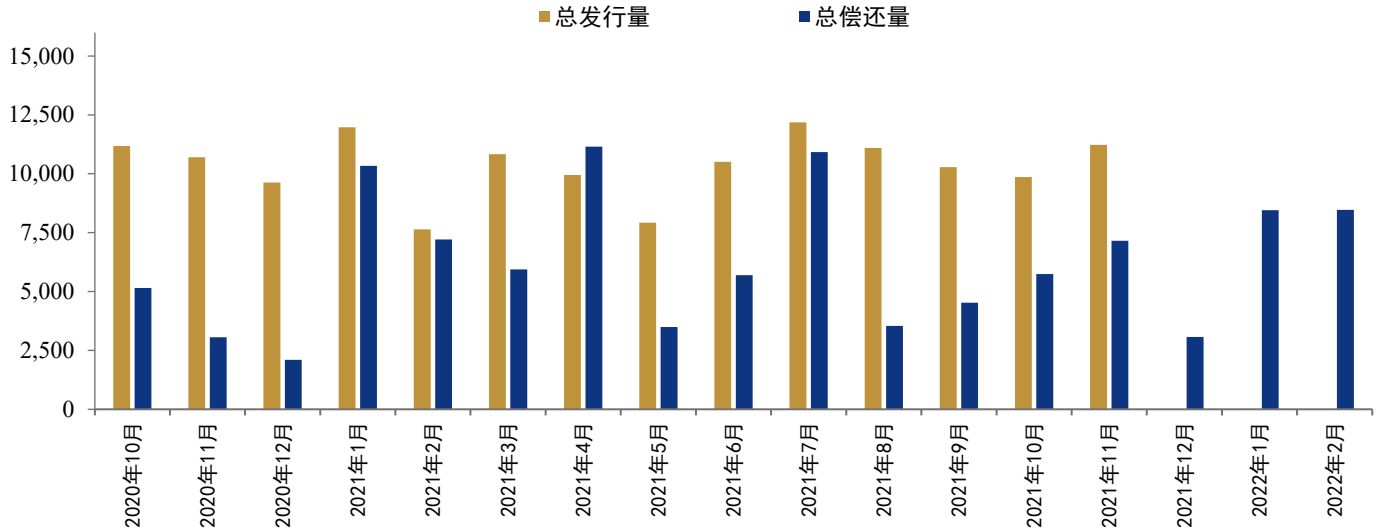


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2021年11月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，11月各期限国债和政策性银行债发行利率均环比下行。国债方面，5年期国债加权平均发行利率下行幅度最大，环比下行12.05BP至2.8677%；2年期和10年期国债加权平均发行利率分别环比下行8.17BP和4.57BP。政策性银行债方面，11月2年期、5年期和10年期政策性银行债环比下行幅度均超过10BP，其中，2年期政策性银行债下行幅度最大，达到21.25BP。

拉长时间来看，2018年以来，10年期国债和10年期政策性银行债发行利率总体呈现回落态势。从发行利差来看，11月份，10年期政策性银行债发行利差为28.77BP，逼近2016年以来的最低值（见图7）。

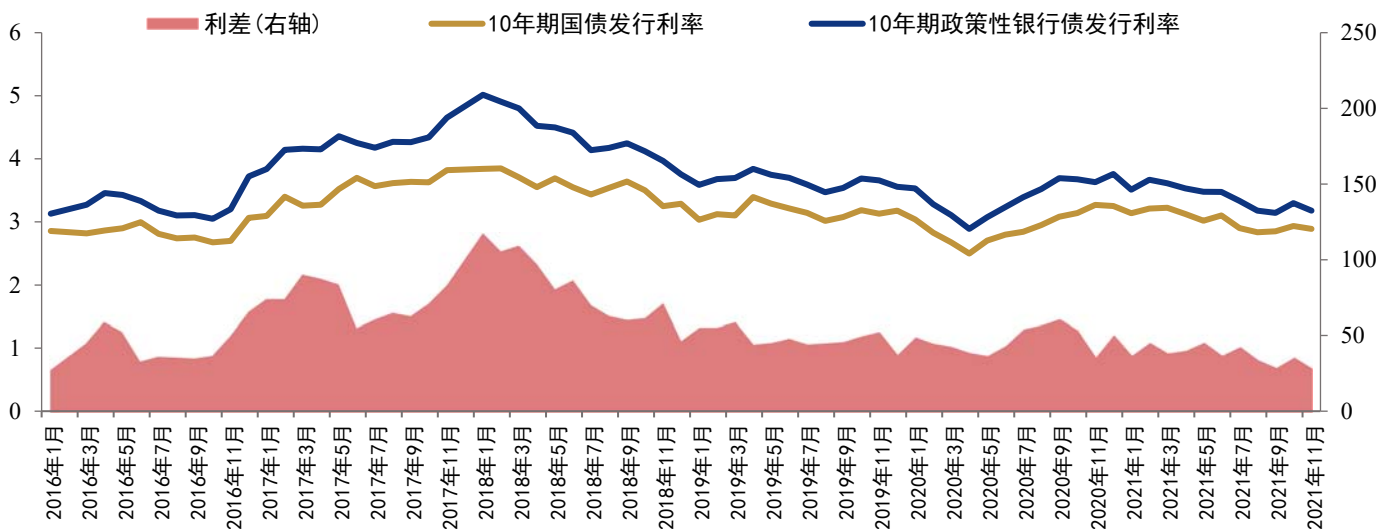


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2021年11月30日，单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 专项债新增发行基本完成限额

11 月份，地方债发行节奏维持高速。11 月全国地方债共计发行 6803.81 亿元，环比减少 1884.79 亿元；实现净融资 5412.45 亿元，环比减少 1480.93 亿元（见图 8）。新发行债券中有 5948.67 亿元为今年新增额度债券，占所有新增发行债券比重为 87.43%。11 月地方债平均发行期限为 16.83 年，其中，10 年期地方债平均发行利率为 3.15%，环比下行 7.26BP。11 月地方债发行额超过 500 亿元的为广东、湖南、浙江等地。

从专项债新增发行来看，专项债新增发行继续维持高速，11 月共新增发行专项债 6205.93 亿元，占 11 月所有新增地方债券比重高达 91.21%，较上月新增发行规模增加 834.28 亿元（见图 9）。

此外，截至 11 月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券 42500.9 亿元，包括一般债券 7707.64 亿元和专项债券 34793.26 亿元。其中，一般债发行进度完成已下达限额的 94%，专项债发行进度完成已下达限额的 95.32%。部分地区地方债发行已基本结束。

相关政策方面，11 月 11 日，财政部发布《地方政府专项债券用途调整操作指引》。《指引》强调，专项债券资金使用，坚持以不调整为常态、调整为例外。同时，财政部将继续加强对地方的指导，要求地方按照“资金跟着项目走”的原则，继续围绕国家重大区域发展战略以及“十四五”发展规划等，加大对重点项目的支持力度。

11 月 17 日，国务院常务会议提出统筹研究合理降低项目资本金比例、适当税收优惠、加强政府专项债资金支持、加快折旧等措施，加大对煤炭清洁高效利用项目的支持力度。

11 月 24 日，国务院常务会议提出，发行运用地方政府专项债券是积极财政政策的一大发力点，也是加强跨周期调节的政策工具之一。做好专项债管理工作，有助于扩大有效投资，助力稳增长。会议从四方面部署完善地方政府专项债券管理，优化资金使用，严格资金监管：加快今年剩余额度发行，做好资金拨付和支出管理；按照“资金跟着项目走”要求，梳理明年专项债项目和资金需求；统筹考虑各地实际和促进区域协调发展要求，合理提出明年专项债额度和分配方案；资金使用要注重实效，加强对投向等的审核和监管。此外，会议强调，要加强专项债资金审计监督和全面核查，发现问题必须严肃整改、严格问责，并实行收回闲置资金、扣减新增限额、通报负面典型等措施予以处罚。

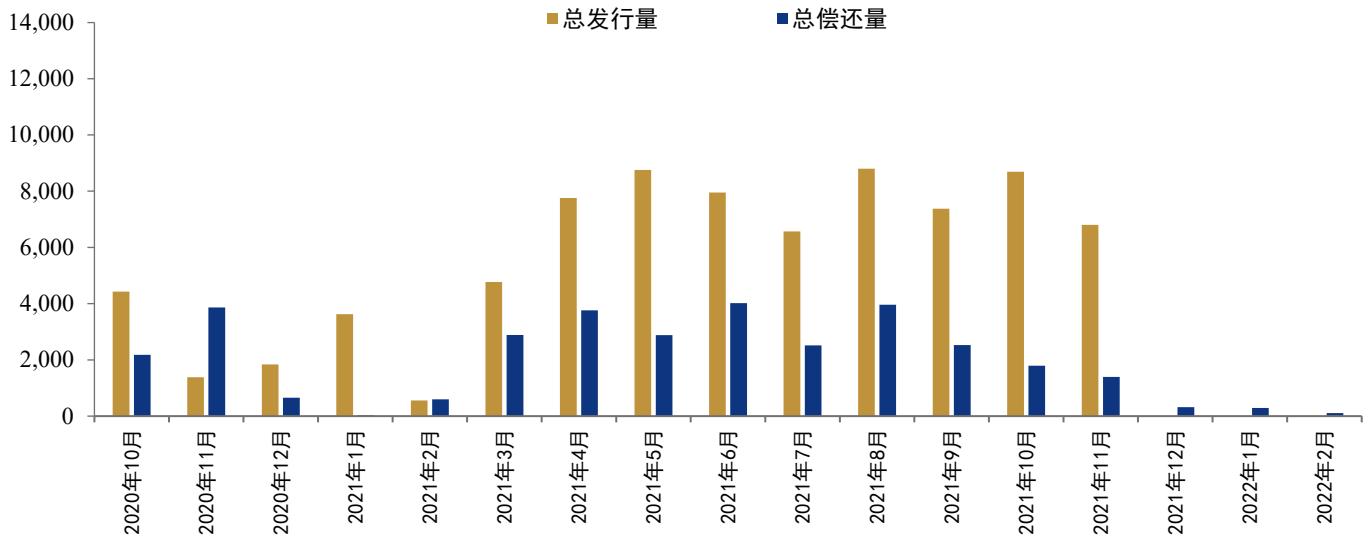


图8：地方债的发行与到期（数据截至2021年11月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

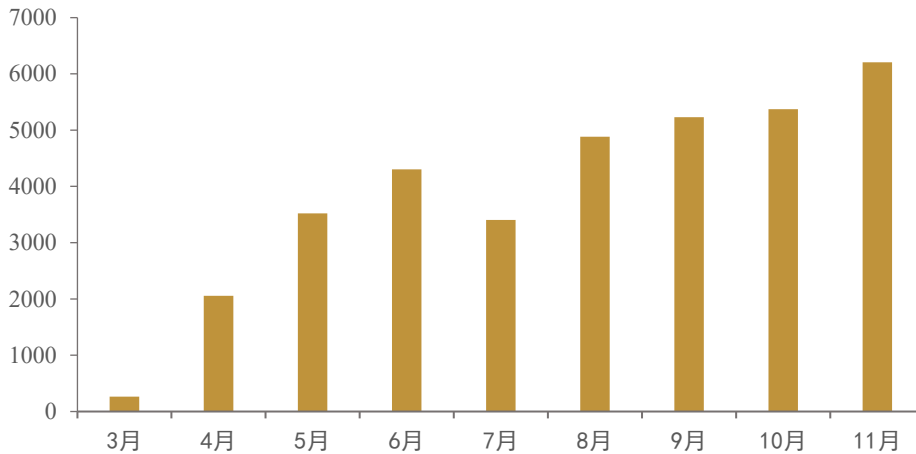


图9：专项债新增发行情况（2021年3月至2021年11月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）利率债到期收益率重回下行趋势，外资继续大幅增持中国国债

1. 利率债到期收益率重回下行趋势，10年期国债收益率再次跌破2.9%

（1）国债和国开债成交活跃度上升，到期收益率下行

2021年11月，国债和国开债成交量均环比上升。11月国债共成交39013.57亿元，成交额较上月增加14588.78亿元，其中：活跃券“21付息国债09”11月30日到期收益率为2.86%，与10月末相比下行11.25BP；政策性银行债成交83145.59亿元，成交额较上月大幅增加28337.72亿元，其中，活跃券“21国开15”11月30日到期收益率为3.11%，较10月末下行19BP。

11月份10年期国债和国开债收益率明显下行（见图11）。11月末中债10年期国债收益率为2.825%，和上月末相比下行14.82BP；11月末10年期国开债到期收益率为3.1081%，与上月末相比下行18.49BP。

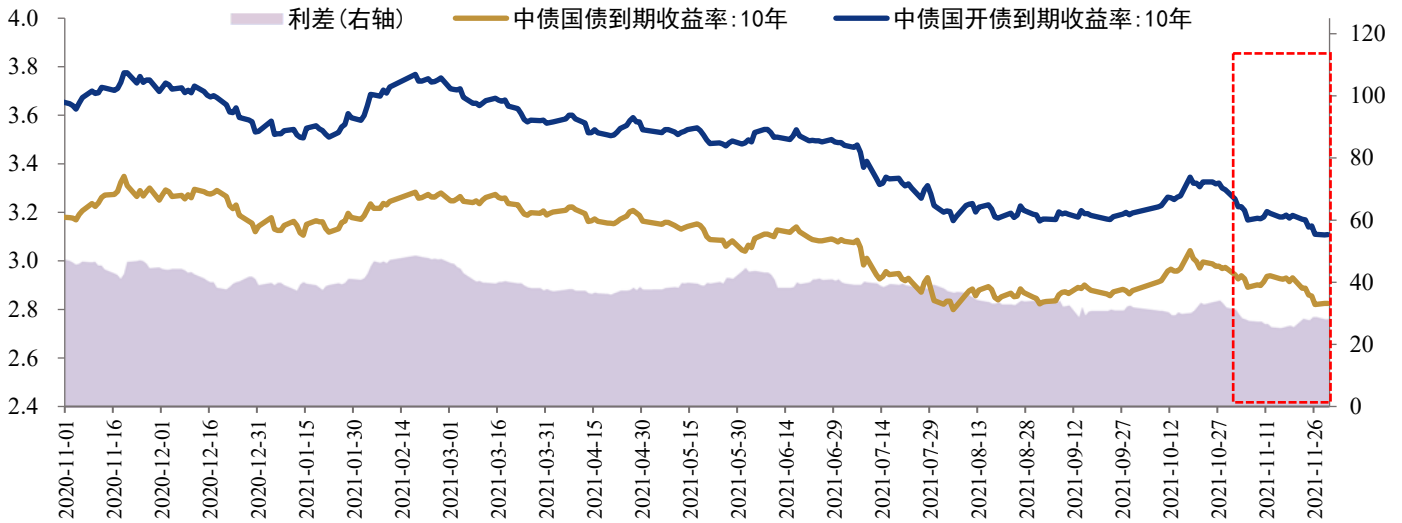


图 10：10 年期国债与国开债利率走势及两者利差（单位：%；BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从影响利率债收益率运行的因素来看（图 12），10 年期国债收益率在 11 月初小幅下行，或由于富时罗素 WGBI 于 10 月底正式纳入中国国债，部分跟随 WGBI 配置全球债券的被动型投资资金大举加仓中国国债，短期内外资流入增加，带动国债到期收益率小幅下行。此后，10 年期国债收益率下行趋势在 11 月中旬暂缓，在 2.9%-2.95% 之间震荡。11 月下旬，或由于 Omicron 变异株在全球传播，经济增长担忧加重，市场避险情绪不断发酵，引起 10 年期国债收益率再次下行，一度触及 2.82%（为 2020 年 11 月以来的最低值）。

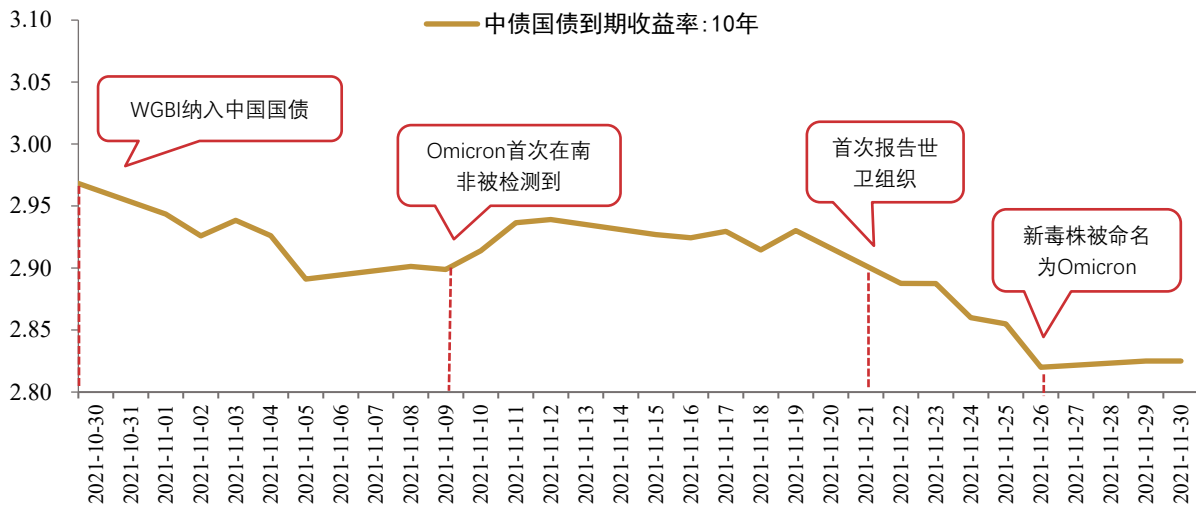


图 12：10 年期国债利率走势及相关影响因素（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从不同期限国债到期收益率变化来看，与 10 月末相比，11 月末各期限国债收益率均下行，长期国债收益率下行幅度相对更大。具体来看，5 年期、7 年期和 10 年期国债收益率下行幅度均超过 10BP，分别下行了 15.18BP、14.77BP 和 14.82BP。值得一提的是，7 年期国债收益率和 10 年期国债收益率在 11 月 30 日再次出现倒挂，7 年期

国债收益率高于10年期国债收益率3.48BP。从国债期限利差来看，与10月末相比，11月末5Y-2Y国债期限利差小幅收窄6.88BP至18.92BP；10Y-5Y国债期限利差为13.3BP，环比变化不大（见图13）。

从国开债到期收益率变化来看，与国债情况类似，11月末国开债收益率与上月相比均下行，中长期国开债收益率下行幅度相对较大。7年期国债收益率和10年期国开债收益率在11月30日出现倒挂，7年期国债收益率高于10年期国债收益率5.61BP。从国开债期限利差来看，11月末5Y-2Y国开债期限利差为31.66BP，与上月末相比收窄9.37BP；10Y-5Y国开债期限利差为17.42BP，环比保持稳定（见图14）。

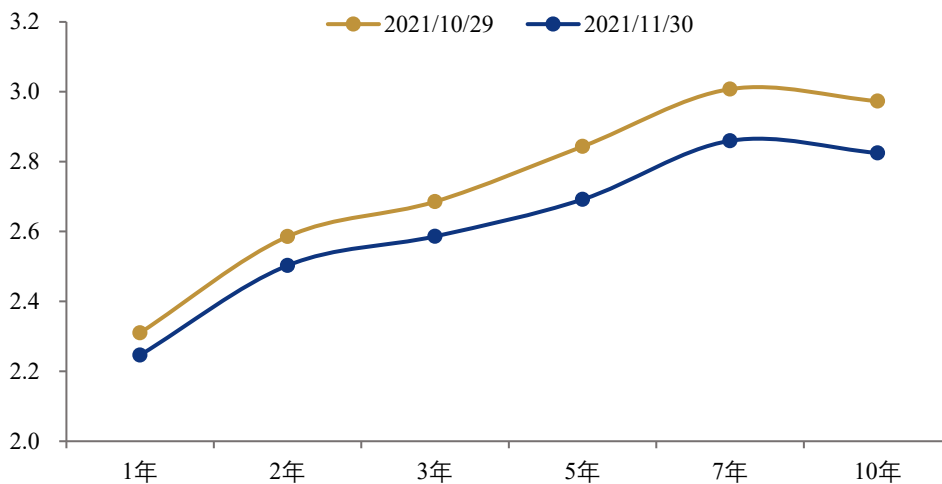


图13: 2021年11月末各期限中债国债到期收益率及其与10月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

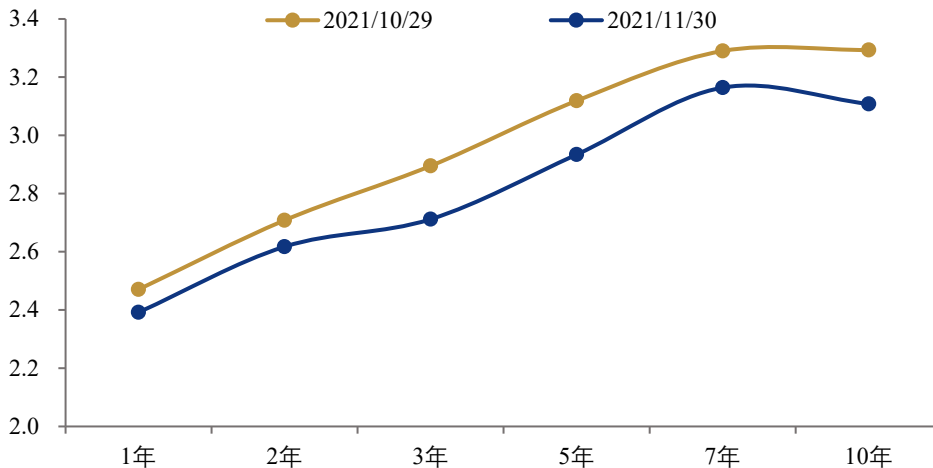


图14: 2021年11月末各期限中债国开债到期收益率及其与10月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(2) 地方政府债到期收益率下行

11月份, 受到国债收益率走势影响, 主要中长期地方政府债到期收益率均下行, 下行幅度均在8-10BP之间(见图15)。

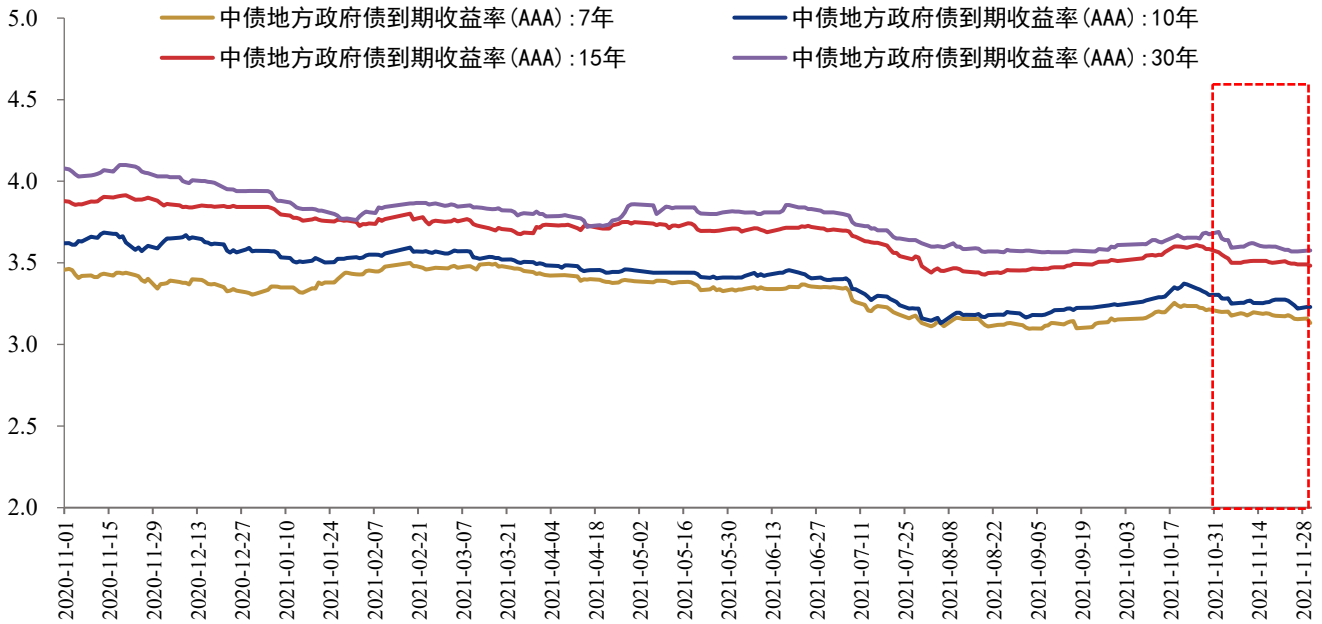


图 15: 7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 中外国债利差保持稳定, 境外投资者继续大幅增持中国国债

从国际角度来看, 受 Omicron 病毒株广泛传播等因素影响, 11 月份海外主要经济体国债收益率均下行, 中外 10 年期国债利差总体变化不大 (见图 16)。其中, 11 月末中美国债利差为 139.45BP, 与 10 月末相比变化不大。此外, 中日 10 年期国债利差收窄了 11.42BP, 中英、中德 10 年期国债利差分别走阔了 6.15BP 和 11.18BP。

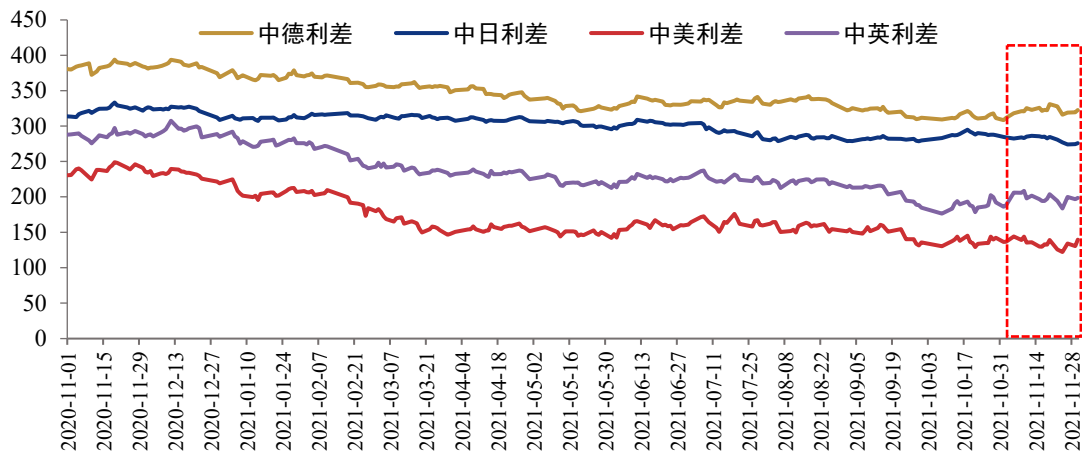


图 16: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

11 月份, 或受中国国债正式“入富”、人民币升值等因素共同影响, 境外机构投资者增持我国债券力度回升, 增量规模主要由国债支撑 (见图 17)。

媒体根据中债登最新数据计算，截至11月末，境外机构在中债登托管我国境内债券面额为36047.6亿元，新增债券持有量880.6亿元，增持力度较上月大幅增加（前值为22.6亿元）。新增持有债券主要为中国国债，共计878.61亿元。

从上交所公布的数据来看，截至11月末，境外机构在上交所托管我国境内债券面额为3288.73亿元，月内境外机构在上交所债券托管量减少72.9亿元人民币，主要受同业存单减持63.30亿元拖累。

综合来看，境外机构在11月共净增持我国债券807.71亿元，增持力度较上月大幅增加。截至11月底，中债登、上交所托管境外机构持有债券在中国债市存量总规模中占比近3.0%。

展望未来，海外通胀压力以及美国Taper加速等因素或会在未来推动美国国债收益率上行，进而可能收窄中外国债利差优势。但中国稳健的经济基本面以及不断加码的对外开放政策将会持续驱动外资流入我国债券市场。

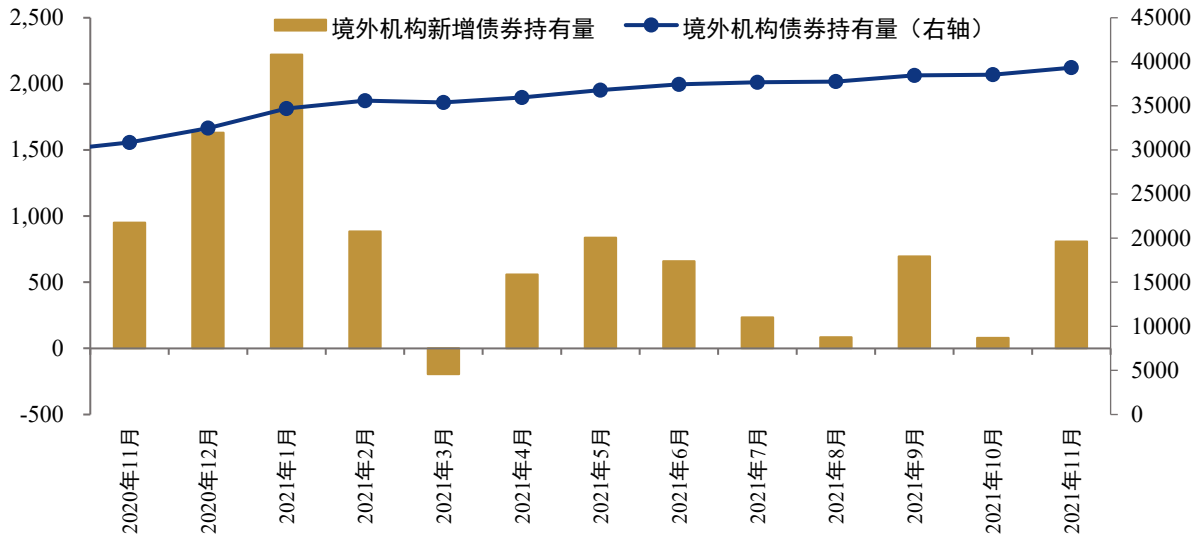


图 17: 境外机构持有我国债券总量及新增量 (单位: 亿元)

数据来源: 上交所、中债登, 远东资信整理

三、总结与展望

货币市场方面，11月央行等量续作万亿MLF，公开市场操作共实现净回笼5700亿元。关键货币资金价格于11月中上旬围绕央行7天逆回购操作利率低波动震荡运行，并于月末走高；Shibor和同业存单利率则在11月保持稳定。综合来看，11月资金面总体呈现稳中偏宽松的状态，同时，11月末关键货币资金价格的走高，或表明资金面于11月末边际有所收紧。此外，央行将于12月15日开启今年第二次降准，释放长期资金共计约1.2万亿元。本次降准仍为货币政策常规操作，释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的MLF，还有一部分被金融机构用于补充长期资金。展望未来，货币政策仍将以稳为主，不搞大水漫灌，保持流动性合理充裕，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

利率债市场方面，从一级市场来看，11月国债和政策性银行债净融资共实现4073.4亿元，环比保持稳定；10年期国债和政策性银行债发行利率环比均下行。11月地方债月内共发行6803.81亿元，并实现净融资5412.45亿元，

环比有所减少；专项债新增发行维持高速，月内共新增发行 6205.93 亿元，占有新增发行地方债比重为 91.21%；截至 11 月末，今年专项债新增发行已完成已下达限额的 95.32%。部分地区今年的地方债发行已接近尾声。

从利率债二级市场来看，11 月份国债和国开债成交活跃度环比增加；国债和国开债到期收益率均显著下行，10 年期国债收益率于 11 月末一度触及 2.82%，为 2020 年 11 月以来最低值；受国债收益率走势影响，地方政府债到期收益率均下行；中外国债利差保持稳定，11 月末中美 10 年期国债利差为 139.45BP，境外机构投资者净增持我国债券 807.71 亿元，增量规模主要由国债支撑，增持力度较上月大幅增加。展望未来，海外通胀压力以及美国 Taper 加速等因素或会在未来推动美国国债收益率上行，进而可能收窄中外国债利差优势，但我国中国稳健的经济基本面以及不断加码的对外开放政策将会持续驱动外资流入我国债券市场。

综合来看，11 月份利率债收益率明显下行，并创年内新低，短期内其继续下行空间可能已经较为有限。但当前国内经济基本面或许尚不足以支撑其大幅上行，未来短期内 10 年期国债收益率维持在 2.9% 左右区间低位震荡运行的可能性较大。后续可密切关注 Omicron 变异株传播后续情况、国内经济增速、物价后续走势、地产行业信用风险事件化解进程等重要变量。

【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士、麦考瑞大学银行金融硕士，研究与发展部研究员；
简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，研究与发展部总经理、研究员；
顾沈蓉，中央民族大学区域经济学硕士，研究与发展部助理研究员（实习生）。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。